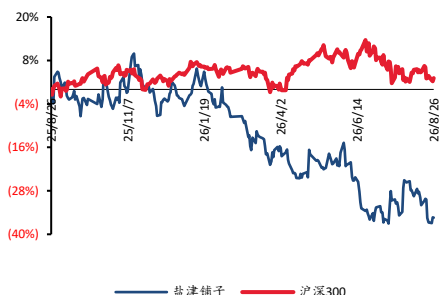


盐津铺子：渠道调整延续，品类多极并进

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 2.7/2.44
 总市值/流通(亿元) 122.12/110.23
 12 个月内最高/最低价 80.33/43.13 (元)

相关研究报告

<<盐津铺子：短期电商结构调整扰动，魔芋大单品延续高增>>—2026-05-10

<<盐津铺子：电商调整致 Q3 收入降速，净利率持续改善 >>—2025-10-30

<<盐津铺子：魔芋大单品维持高增，Q2 净利率表现亮眼 >>—2025-08-22

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526030002

事件：盐津铺子发布 2026 年半年度报告，2026 年上半年实现营收 30.70 亿元，同比+4.41%。归母净利润 4.25 亿元，同比+14.10%。扣非归母净利润 3.90 亿元，同比+16.76%。其中，2026Q2 实现营收 14.88 亿元，同比+6.02%。归母净利润 1.95 亿元，同比+0.01%。

健康蛋白品类接力高增，产品与渠道结构优化持续兑现。分产品看，公司增长引擎由魔芋零食切换至健康蛋白品类，海味零食和健康蛋制品表现亮眼，26H1 分别实现营收 5.65 亿元和 4.68 亿元，同比高增+55.68%和+51.23%，成为公司增长新动能。核心大单品魔芋零食在高基数上维持稳健增长，实现营收 8.80 亿元，同比+11.28%，增速放缓主要系公司主动调整部分渠道促销、为其他品类发展留出空间，以及定量流通渠道调整所致。烘焙薯类、果干果冻等品类收入下滑，主要系电商渠道调整及公司主动收缩部分非核心产品线。**分渠道看**，线下渠道表现强劲，26H1 实现营收 27.79 亿元，同比增长约 17.4%，其中零食量贩渠道成长动能充足，与会员制商超等高势能渠道共同驱动线下增长。定量流通渠道因公司主动进行战略调整、聚焦大客户，经销商数量从年初的 4,367 家优化至 3,845 家，预计调整将在 Q4 后逐步恢复。线上渠道 26H1 实现营收 2.91 亿元，同比-49.26%，系公司自 2025 年 5 月起主动对电商业务进行战略性调整，收缩低毛利和贴牌产品，展望下半年下滑幅度有望收窄。

盈利能力逆势提升，供应链优势凸显。26H1 公司整体毛利率为 32.22%，同比提升 2.56pct。26Q2 毛利率为 32.65%，同比提升 1.67pct，产品与渠道结构优化成效显著。核心品类中，魔芋零食毛利率在 H1 耗用的原料成本同比上升的背景下，仍逆势提升至 34.88%，同比+2.49pct，彰显了规模效应及供应链管理优势。健康蛋制品受益于山姆等新渠道放量及产品高端化，毛利率大幅提升至 28.21%，同比+3.77pct。海味零食毛利率同比下滑 2.28pct，主要受 4 月以来鳕鱼等原料价格大幅上涨影响。费用端，26H1 销售费用率同比略有上升，主要系品牌及推广费用增加，管理费用率保持平稳。经营性现金流表现强劲，净额达 5.87 亿元，同比+107.52%。

投资建议：公司“渠道为王、产品领先”的战略转型成果持续显现，成功构建了多品类增长梯队。健康蛋白类产品（海味、蛋制品）接力成为增长新引擎，验证了公司强大的产品创新和渠道拓展能力。核心大单品魔芋虽阶段性放缓，但公司已规划推出辣味系列打造“第二增长曲线”，长期空间依然广阔。展望未来，随着电商渠道调整进入尾声、定量流通渠道优化后重回增长轨道、以及鹌鹑蛋养殖等上游产能的逐步释放，公司有望重回双位数增长通道。预计 2026-2028 年公司将延续高质量增长，核心品类持续渗透，盈利能力在结构优化和潜在成本红利下有望稳步提升。预计 2026-2028 年收入 63.7/71.1/79.3 亿元，

同比+10.6%/+11.7%/+11.5%，预计归母净利润 8.5/10.2/11.8 亿元，同比+13.8%/+19.5%/+16.3%，EPS 分别为 3.2/3.8/4.4 元，对应当前股价 PE 分别为 14x/12x/10x，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,762	6,371	7,114	7,928
营业收入增长率(%)	8.64%	10.57%	11.65%	11.45%
归母净利（百万元）	748	852	1,018	1,183
净利润增长率(%)	16.95%	13.83%	19.46%	16.28%
摊薄每股收益（元）	2.77	3.15	3.77	4.38
市盈率（PE）	16.32	14.33	12.00	10.32

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	235	167	219	472	876
应收和预付款项	347	358	429	462	515
存货	744	734	854	930	1,025
其他流动资产	76	156	214	275	339
流动资产合计	1,402	1,416	1,716	2,139	2,754
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,467	1,784	1,891	1,967	2,006
在建工程	242	412	549	709	862
无形资产开发支出	245	264	289	316	340
长期待摊费用	23	46	62	79	97
其他非流动资产	1,633	1,575	1,904	2,331	2,949
资产总计	3,612	4,082	4,695	5,402	6,255
短期借款	340	369	367	383	395
应付和预收款项	634	476	596	660	714
长期借款	261	223	268	321	357
其他负债	603	853	917	946	1,005
负债合计	1,838	1,921	2,149	2,311	2,471
股本	273	273	270	270	270
资本公积	389	360	360	360	360
留存收益	1,200	1,570	1,962	2,510	3,207
归母公司股东权益	1,735	2,133	2,519	3,067	3,764
少数股东权益	39	28	27	24	20
股东权益合计	1,773	2,161	2,546	3,091	3,784
负债和股东权益	3,612	4,082	4,695	5,402	6,255

现金流量表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	1,134	909	1,112	1,222	1,394
投资性现金流	-755	-884	-562	-568	-550
融资性现金流	-452	-92	-498	-401	-440
现金增加额	-73	-69	52	253	405

利润表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,304	5,762	6,371	7,114	7,928
营业成本	3,676	3,988	4,360	4,821	5,326
营业税金及附加	40	49	52	58	65
销售费用	663	605	733	806	892
管理费用	219	191	240	256	277
财务费用	13	24	22	24	27
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-2	-1	-2	-2
公允价值变动	-2	2	0	0	0
营业利润	719	927	981	1,174	1,368
其他非经营损益	-7	-52	-7	-8	-8
利润总额	712	875	974	1,167	1,360
所得税	72	132	123	152	180
净利润	640	743	851	1,015	1,180
少数股东损益	1	-6	-1	-3	-4
归母股东净利润	640	748	852	1,018	1,183

预测指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	30.69%	30.80%	31.56%	32.23%	32.82%
销售净利率	12.07%	12.99%	13.37%	14.31%	14.93%
销售收入增长率	28.89%	8.64%	10.57%	11.65%	11.45%
EBIT 增长率	21.65%	28.41%	3.90%	19.58%	16.45%
净利润增长率	26.53%	16.95%	13.83%	19.46%	16.28%
ROE	36.89%	35.09%	33.82%	33.18%	31.44%
ROA	17.72%	18.33%	18.14%	18.84%	18.92%
ROIC	27.62%	25.94%	25.05%	25.35%	24.93%
EPS (X)	2.37	2.77	3.15	3.77	4.38
PE (X)	19.08	16.32	14.33	12.00	10.32
PB (X)	7.04	5.73	4.85	3.98	3.24
PS (X)	2.30	2.12	1.92	1.72	1.54
EV/EBITDA (X)	18.52	16.52	10.48	8.76	7.39

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上。

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间。

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上。

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间。

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间。

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间。

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。